

研究員：陳俐妍 ly.c@capital.com.tw

|       |         |
|-------|---------|
| 前日收盤價 | 49.95 元 |
| 目標價   |         |
| 3 個月  | 50.00 元 |
| 12 個月 | 50.00 元 |

## 南亞科(2408 TT)

Neutral

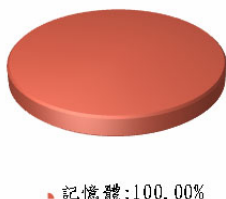
### 近期報告日期、評等及前日股價

|            |             |       |
|------------|-------------|-------|
| 07/11/2024 | Buy         | 72.30 |
| 06/18/2024 | Buy         | 67.90 |
| 04/23/2024 | Trading Buy | 62.80 |
| 04/11/2024 | Buy         | 70.60 |
| 03/22/2024 | Buy         | 67.60 |

### 公司基本資訊

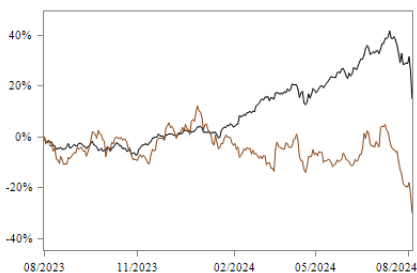
|            |        |
|------------|--------|
| 目前股本(百萬元)  | 30,983 |
| 市值(億元)     | 1,548  |
| 目前每股淨值(元)  | 54.14  |
| 外資持股比(%)   | 14.05  |
| 投信持股比(%)   | 1.04   |
| 董監持股比(%)   | 29.33  |
| 融資餘額(張)    | 20,491 |
| 現金股息配發率(%) | 0.00   |

### 產品組合



### 股價相對大盤走勢

— 2408 — TWSE



報價漲幅低於預期，獲利改善慢，因此調降至 Neutral。

**投資建議：**展望 2024 年，南亞科預估營運將逐季好轉，比溫和再好些的復甦力道走勢，主要是因為 DRAM 目前需求較佳是來自 DDR5 和 HBM，以及 AI 相關記憶體。目前南亞科消費性佔營收比重 65%，DDR3+DDR4 佔營收比重 85%，2H24 在報價提升下，和 DDR5 產出增加下，2024 年底 DDR5 佔單月營收比重有望達 10%，有利公司整體 ASP 提升，使南亞科單季由虧轉盈，預估南亞科 2024 年稅後 EPS-0.48 元。現在大廠轉向生產 HBM 及 DDR5，使低毛利的 DDR4 產能被排擠而形成缺貨，報價止跌向上，有助南亞科轉虧為盈，惟報價漲幅低於預期，獲利改善慢，因此調降至 Neutral。

**2Q24 稅後 EPS-0.26 元：**DRAM 產品價格增加，出貨量下滑，南亞科自結 2Q24 營收為 99.21 億元，QoQ+4.40%，南亞科 DRAM ASP 約 QoQ+11~13%，台幣升值對營收影響 QoQ+1~+3%，Shipment QoQ-4~-6%，因為除 HBM 和 DDR5 需求較佳外，其他成熟 DRAM 出貨量持平或下滑。2Q24 毛利率因價格上揚而改善，且幾乎恢復全產生產，使公司認列閒置資產損失減少，但因為地震的因素，影響毛利率約 6.63 個百分點，不過 2Q24 毛利率還是從 1Q24 的-2.91%改善至 2.89%，增加約 5.80 個百分點。營業利益從 1Q24 的-29.18 億元，改善至 2Q24 的-23.19 億元，業外來自利息和匯兌利益，稅後 EPS-0.26 元，淨值 54.16 元。

**預估 2024 年資本支出 260 億元，YoY+96.97%：**南亞科 2023 年約 44 億元資本支出遞延至 2024 年，因此南亞科預估 2024 年資本支出計畫不超過新台幣 260 億元為上限，YoY+96.97%，生產設備(WFE)的資本支出約佔 50%。1H24 資本支出為新台幣 54 億元，2H24 將會較明顯的增加。2024 年資本支出主要用於量產的第一代 10nm 1A 製程，為第二代和第三代 10nm 1B/1C 購買設備。1B 製程技術 8Gb DDR4 與 16Gb DDR5 產品目標於 2H24 開始出貨，亦會量產 LPDDR4 和 LPDDR5。南亞科維持 2024 年全年 bit growth YoY>20%。

| (百萬元)           | 2023    | 2024F   | 2025F  | 2Q23    | 3Q23    | 4Q23    | 1Q24    | 2Q24    | 3Q24F  | 4Q24F   | 1Q25F   | 2Q25F  |
|-----------------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|---------|--------|
| 營業收入淨額          | 29,892  | 42,859  | 52,465 | 7,027   | 7,736   | 8,704   | 9,503   | 9,921   | 11,452 | 11,983  | 12,769  | 13,179 |
| 營業毛利淨額          | -4,483  | 4,490   | 14,377 | -788    | -1,953  | -1,188  | -277    | 287     | 1,998  | 2,481   | 3,489   | 3,746  |
| 營業利益            | -14,460 | -5,973  | 4,752  | -3,185  | -4,340  | -4,050  | -2,918  | -2,319  | -560   | -176    | 1,106   | 1,375  |
| 稅後純益            | -7,440  | -1,475  | 5,953  | -771    | -2,505  | -2,480  | -1,208  | -814    | 139    | 409     | 1,444   | 1,725  |
| 稅後 EPS(元)       | -2.40   | -0.48   | 1.92   | -0.25   | -0.81   | -0.80   | -0.39   | -0.26   | 0.04   | 0.13    | 0.47    | 0.56   |
| 毛利率(%)          | -15.00% | 10.48%  | 27.40% | -11.22% | -25.24% | -13.65% | -2.91%  | 2.89%   | 17.45% | 20.71%  | 27.33%  | 28.43% |
| 營業利益率(%)        | -48.37% | -13.94% | 9.06%  | -45.32% | -56.10% | -46.53% | -30.71% | -23.38% | -4.89% | -1.47%  | 8.66%   | 10.43% |
| 稅後純益率(%)        | -24.89% | -3.44%  | 11.35% | -10.97% | -32.37% | -28.49% | -12.72% | -8.21%  | 1.22%  | 3.41%   | 11.31%  | 13.09% |
| 營業收入 YoY/QoQ(%) | -47.51% | 43.38%  | 22.41% | 9.37%   | 10.09%  | 12.51%  | 9.18%   | 4.40%   | 15.43% | 4.63%   | 6.56%   | 3.21%  |
| 稅後純益 YoY/QoQ(%) | N.A     | N.A     | N.A    | N.A     | N.A     | N.A     | N.A     | N.A     | N.A    | 193.21% | 253.53% | 19.45% |

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 309.83 億元計算。

## 南亞科 ESG：

### 佈局綠色科技生產

DRAM 為智慧世代的關鍵零組件，南亞科研發先進且具高效能的「環境友善產品」以符合市場與客戶需求。所有產品於設計初期時，即導入生命週期思維與綠色設計，透過綠色產品推動委員會進行綠色產品管理。2021 年節能產品佔整體營收 87%，協助客戶節省約 7.12 億度電力。南亞科亦積極落實綠色生產，將綠色管理融入企業經營中，2021 年進行 33 項「節能行動方案」，共節約逾 759 萬度電力，於再生能源方面，南亞科在 2021 年購買 1,040 萬度陸域風電，2022 年將持續洽購再生能源(如太陽光電或離岸風電)，預計 2023 年起，十年內使用再生能源可達 2.5 億度，並以共同倡議 RE100 及承諾 SBT 目標邁進。

### 重視人才發展與培養

「人才」是公司創新、營運與永續發展的根本，南亞科 2021 年以【共學聚-We Together, We Learn, We Grow】做為人才培育主軸，強化公司全方位人才培育與發展，2021 年員工平均每人受訓時數較 2020 年提升 32.5%，達到 41.6 小時，為過去四年最高。此外，在半導體活絡發展的趨勢下，記憶體等產業人才需求升高，南亞科技與長庚大學簽署成立記憶體學程碩士班，學生除可獲高額獎學金，更可獲得畢業後的就業機會。南亞科技期盼從育才、用才、引才、聚才、留才各方面，強化臺灣記憶體產業在國際上的競爭力。

### 共同攜手永續夥伴

南亞科攜手上下游合作夥伴一同前行，295 家供應商認同公司的永續理念，一同簽署南亞科技企業社會責任承諾書且簽署率達 100%、輔導供應商進行永續改善，稽核、輔導與改善率均 100%完成，並持續辦理供應鏈研討會。此外，也與供應商共同合作推動人權及環境相關的議題，在社會專案方面，2021 年協助移工退費累計達新臺幣 4,510 萬元，在環境專案方面，2021 年輔導 14 家供應商推動節能活動，節電效益達 3,315 千度。

### 關懷員工與社會

2021 年新冠疫情，為守護員工健康及維持安全的工作環境，南亞科透過「防疫應變工作小組」持續監控國內外疫情，並推動各項防疫與應變措施，特別和林口長庚醫療團隊合作於公司設立快篩站，提供員工及外包廠商免費快篩服務，共計提供超過 5,552 人次快篩服務，南亞科亦捐贈 3,200 劑快篩試劑予新北市政府，及 2,000 組「防疫使者包」予耕莘醫院；此外，也協助新北市偏鄉學校添購視訊直播設備，落實偏鄉跨校共學，實踐在疫情中遠距教學的數位平權，共計 2,000 名學生受惠。

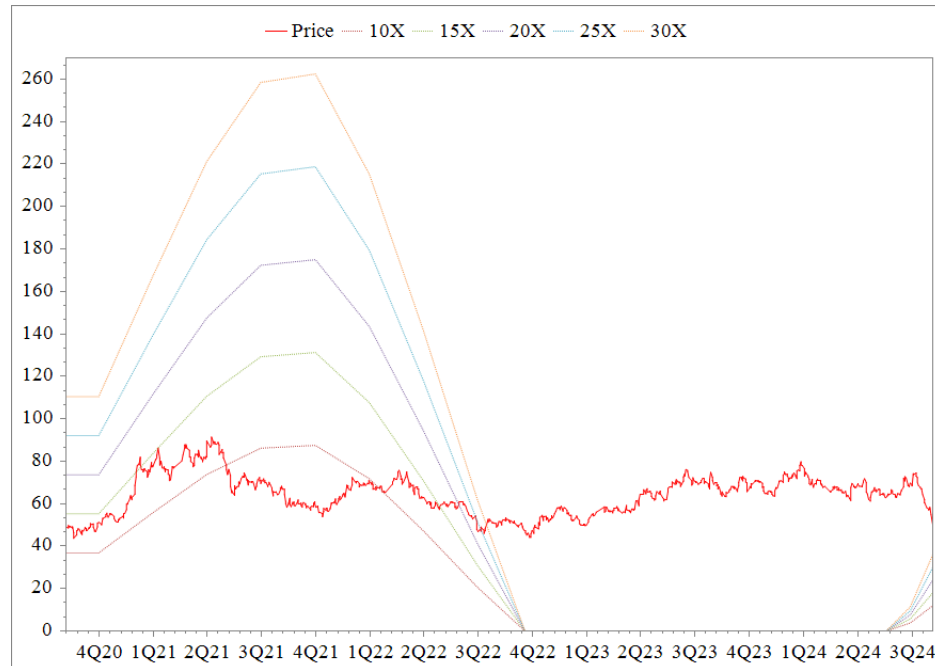
2024 年 8 月 6 日

## 永續績效備受肯定

南亞科視 ESG 為企業的重要承諾，南亞科追求經營績效的同時，也同步落實 ESG 的平衡發展。2021 年，南亞科入選 DJSI 最高等級「世界指數」成分股及「新興市場指數」成分股(全球記憶體業排名第一)、兩度榮獲 CDP 氣候變遷評比最高榮譽「A List 領導等級」、連續四年入選 MSCI/FTSE4Good 新興市場指數成分股；國內方面，南亞科榮獲環保署國家企業環保獎、經濟部綠色工廠認證、TCSA「十大永續典範台灣企業獎」、遠見 CSR 企業社會責任獎，並連續四年入選臺灣永續指數成分股、四度於公司治理評鑑中獲得排名前 5%、及持續入選天下企業永續公民獎等殊榮。

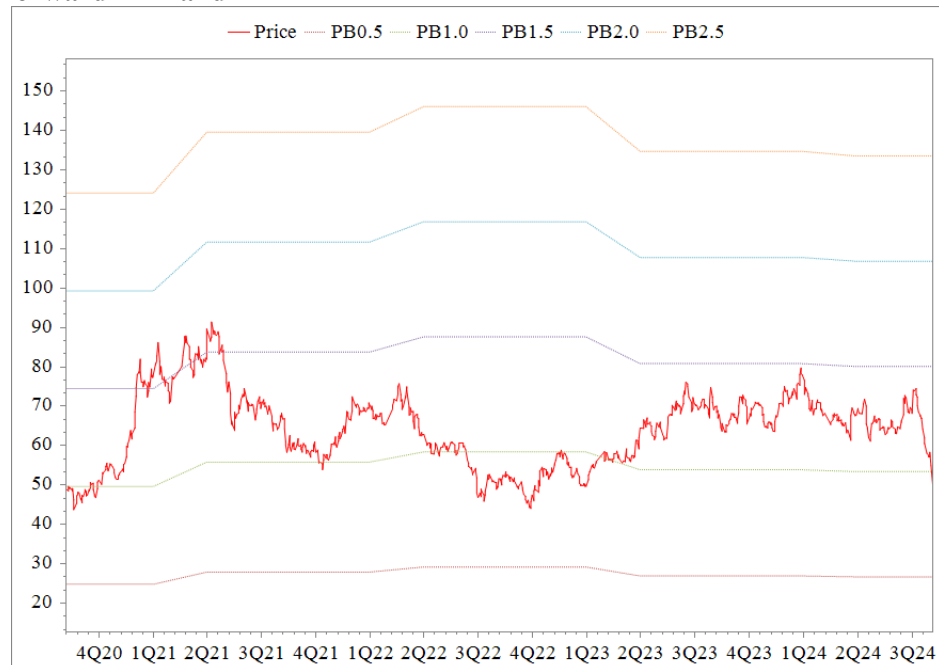
2024 年 8 月 6 日

## Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

## Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 8 月 6 日

## 資產負債表

| (百萬元)          | 2021    | 2022    | 2023    | 2024F   | 2025F   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>資產總計</b>    | 191,421 | 202,236 | 192,351 | 191,180 | 197,423 |
| 流動資產           | 106,460 | 105,512 | 96,510  | 100,873 | 117,496 |
| 現金及約當現金        | 80,700  | 73,593  | 58,812  | 66,112  | 74,364  |
| 應收帳款與票據        | 11,569  | 4,360   | 5,220   | 5,425   | 6,539   |
| 存貨             | 11,611  | 23,384  | 27,634  | 21,207  | 20,014  |
| 採權益法之投資        | 5,339   | 5,386   | 5,120   | 7,459   | 5,204   |
| 不動產、廠房設備       | 76,207  | 84,897  | 81,838  | 69,907  | 65,694  |
| <b>負債總計</b>    | 18,443  | 21,278  | 25,427  | 25,729  | 26,020  |
| 流動負債           | 15,692  | 16,179  | 20,118  | 15,677  | 19,688  |
| 應付帳款及票據        | 2,850   | 5,604   | 3,443   | 4,266   | 4,223   |
| 非流動負債          | 2,751   | 5,099   | 5,309   | 9,229   | 5,551   |
| <b>權益總計</b>    | 172,978 | 180,958 | 166,924 | 165,451 | 171,403 |
| 普通股股本          | 30,969  | 30,980  | 30,981  | 30,981  | 30,986  |
| 保留盈餘           | 113,317 | 116,541 | 102,516 | 101,042 | 106,995 |
| 母公司業主權益        | 172,978 | 180,958 | 166,924 | 165,450 | 171,398 |
| <b>負債及權益總計</b> | 191,421 | 202,236 | 192,351 | 191,180 | 197,423 |

## 現金流量表

| (百萬元)         | 2021    | 2022    | 2023    | 2024F   | 2025F   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>營業活動現金</b> | 44,107  | 21,082  | -6,095  | 11,552  | 16,790  |
| 稅前純益          | 27,767  | 16,877  | -10,705 | -2,268  | 7,003   |
| 折舊及攤銷         | 15,294  | 15,247  | 15,326  | 15,322  | 14,147  |
| 營運資金變動        | -439    | -1,810  | -7,271  | 7,045   | 36      |
| 其他營運現金        | 1,485   | -9,232  | -3,445  | -8,549  | -4,396  |
| <b>投資活動現金</b> | -10,930 | -20,868 | -12,786 | -30,058 | -19,000 |
| 資本支出淨額        | -11,260 | -20,588 | -13,148 | -26,000 | -22,912 |
| 長期投資變動        | -12     | -729    | -6      | 0       | 0       |
| 其他投資現金        | 342     | 449     | 369     | -4,058  | 3,912   |
| <b>籌資活動現金</b> | -3,060  | -11,771 | 4,196   | 25,806  | 10,462  |
| 長借/公司債變動      | 0       | 0       | 0       | 3,920   | -3,677  |
| 現金增資          | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 發放現金股利        | -4,000  | -11,470 | -6,600  | 0       | 0       |
| 其他籌資現金        | 940     | -301    | 10,796  | 21,886  | 14,140  |
| <b>淨現金流量</b>  | 28,974  | -7,107  | -14,781 | 7,300   | 8,252   |
| <b>期初現金</b>   | 51,726  | 80,700  | 73,593  | 58,812  | 66,112  |
| <b>期末現金</b>   | 80,700  | 73,593  | 58,812  | 66,112  | 74,364  |

資料來源：CMoney、群益

## 損益表

| (百萬元)         | 2021   | 2022   | 2023    | 2024F  | 2025F  |
|---------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| <b>營業收入淨額</b> | 85,604 | 56,952 | 29,892  | 42,859 | 52,465 |
| 營業成本          | 48,560 | 35,610 | 34,375  | 38,369 | 38,089 |
| <b>營業毛利淨額</b> | 37,044 | 21,342 | -4,483  | 4,490  | 14,377 |
| 營業費用          | 9,858  | 10,340 | 9,977   | 10,463 | 9,625  |
| <b>營業利益</b>   | 27,186 | 11,002 | -14,460 | -5,973 | 4,752  |
| <b>EBITDA</b> | 42,811 | 30,778 | 1,607   | 13,820 | 21,003 |
| 業外收入及支出       | 307    | 4,480  | 596     | 3,705  | 2,251  |
| 稅前純益          | 27,767 | 16,877 | -10,705 | -2,268 | 7,003  |
| 所得稅           | 4,918  | 2,258  | -3,265  | -793   | 1,050  |
| 稅後純益          | 22,849 | 14,619 | -7,440  | -1,475 | 5,953  |
| 稅後 EPS(元)     | 7.37   | 4.72   | -2.40   | -0.48  | 1.92   |
| 完全稀釋 EPS**    | 7.37   | 4.72   | -2.40   | -0.48  | 1.92   |

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 309.83【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 309.86 億元計算

## 比率分析

| (百萬元) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|-------|------|------|------|-------|-------|
|-------|------|------|------|-------|-------|

### 成長力分析(%)

|        |         |         |         |        |         |
|--------|---------|---------|---------|--------|---------|
| 營業收入淨額 | 40.32%  | -33.47% | -47.51% | 43.38% | 22.41%  |
| 營業毛利淨額 | 136.08% | -42.39% | N.A     | N.A    | 220.20% |
| 營業利益   | 222.32% | -59.53% | N.A     | N.A    | N.A     |
| 稅後純益   | 197.28% | -36.02% | N.A     | N.A    | N.A     |

### 獲利能力分析(%)

|           |        |        |         |         |        |
|-----------|--------|--------|---------|---------|--------|
| 毛利率       | 43.27% | 37.47% | -15.00% | 10.48%  | 27.40% |
| EBITDA(%) | 50.01% | 54.04% | 5.38%   | 32.25%  | 40.03% |
| 營益率       | 31.76% | 19.32% | -48.37% | -13.94% | 9.06%  |
| 稅後純益率     | 26.69% | 25.67% | -24.89% | -3.44%  | 11.35% |
| 總資產報酬率    | 11.94% | 7.23%  | -3.87%  | -0.77%  | 3.02%  |
| 股東權益報酬率   | 13.21% | 8.08%  | -4.46%  | -0.89%  | 3.47%  |

### 償債能力檢視

|           |         |         |         |         |         |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 負債比率(%)   | 9.63%   | 10.52%  | 13.22%  | 13.46%  | 13.18%  |
| 負債/淨值比(%) | 10.66%  | 11.76%  | 15.23%  | 15.55%  | 15.18%  |
| 流動比率(%)   | 678.45% | 652.16% | 479.73% | 643.45% | 596.78% |

### 其他比率分析

|        |       |        |        |        |        |
|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 存貨天數   | 96.73 | 179.35 | 270.86 | 232.31 | 197.51 |
| 應收帳款天數 | 41.45 | 51.04  | 58.49  | 45.33  | 41.62  |

2024 年 8 月 6 日

## 季度損益表

| (百萬元)          | 1Q23    | 2Q23    | 3Q23    | 4Q23    | 1Q24    | 2Q24    | 3Q24F  | 4Q24F   | 1Q25F   | 2Q25F  | 3Q25F    | 4Q25F   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|---------|--------|----------|---------|
| 營業收入淨額         | 6,425   | 7,027   | 7,736   | 8,704   | 9,503   | 9,921   | 11,452 | 11,983  | 12,769  | 13,179 | 14,035   | 12,483  |
| 營業成本           | 6,979   | 7,815   | 9,689   | 9,892   | 9,780   | 9,634   | 9,454  | 9,501   | 9,280   | 9,433  | 9,640    | 9,736   |
| 營業毛利淨額         | -554    | -788    | -1,953  | -1,188  | -277    | 287     | 1,998  | 2,481   | 3,489   | 3,746  | 4,395    | 2,746   |
| 營業費用           | 2,331   | 2,396   | 2,387   | 2,863   | 2,642   | 2,606   | 2,558  | 2,657   | 2,384   | 2,371  | 2,447    | 2,422   |
| 營業利益           | -2,885  | -3,185  | -4,340  | -4,050  | -2,918  | -2,319  | -560   | -176    | 1,106   | 1,375  | 1,948    | 324     |
| 業外收入及支出        | 773     | 1,264   | 1,198   | 521     | 1,375   | 1,046   | 699    | 584     | 594     | 655    | 630      | 373     |
| 稅前純益           | -2,112  | -1,920  | -3,142  | -3,530  | -1,543  | -1,273  | 139    | 409     | 1,699   | 2,030  | 2,578    | 697     |
| 所得稅            | -428    | -1,150  | -638    | -1,050  | -335    | -459    | 0      | 0       | 255     | 304    | 387      | 105     |
| 稅後純益           | -1,685  | -771    | -2,505  | -2,480  | -1,208  | -814    | 139    | 409     | 1,444   | 1,725  | 2,191    | 592     |
| 最新股本           | 30,983  | 30,983  | 30,983  | 30,983  | 30,983  | 30,983  | 30,983 | 30,983  | 30,983  | 30,983 | 30,983   | 30,983  |
| 稅後EPS(元)       | -0.54   | -0.25   | -0.81   | -0.80   | -0.39   | -0.26   | 0.04   | 0.13    | 0.47    | 0.56   | 0.71     | 0.19    |
| <b>獲利能力(%)</b> |         |         |         |         |         |         |        |         |         |        |          |         |
| 毛利率(%)         | -8.63%  | -11.22% | -25.24% | -13.65% | -2.91%  | 2.89%   | 17.45% | 20.71%  | 27.33%  | 28.43% | 31.32%   | 22.00%  |
| 營業利益率(%)       | -44.91% | -45.32% | -56.10% | -46.53% | -30.71% | -23.38% | -4.89% | -1.47%  | 8.66%   | 10.43% | 13.88%   | 2.59%   |
| 稅後純益率(%)       | -26.22% | -10.97% | -32.37% | -28.49% | -12.72% | -8.21%  | 1.22%  | 3.41%   | 11.31%  | 13.09% | 15.61%   | 4.74%   |
| <b>QoQ(%)</b>  |         |         |         |         |         |         |        |         |         |        |          |         |
| 營業收入淨額         | -19.22% | 9.37%   | 10.09%  | 12.51%  | 9.18%   | 4.40%   | 15.43% | 4.63%   | 6.56%   | 3.21%  | 6.50%    | -11.06% |
| 營業利益           | N.A     | N.A     | N.A     | N.A     | N.A     | N.A     | N.A    | N.A     | N.A     | 24.35% | 41.68%   | -83.38% |
| 稅前純益           | N.A     | N.A     | N.A     | N.A     | N.A     | N.A     | N.A    | 193.21% | 315.92% | 19.45% | 27.00%   | -72.97% |
| 稅後純益           | N.A     | N.A     | N.A     | N.A     | N.A     | N.A     | N.A    | 193.21% | 253.53% | 19.45% | 27.00%   | -72.97% |
| <b>YoY(%)</b>  |         |         |         |         |         |         |        |         |         |        |          |         |
| 營業收入淨額         | -67.79% | -61.03% | -29.81% | 9.44%   | 47.91%  | 41.18%  | 48.03% | 37.67%  | 34.37%  | 32.84% | 22.56%   | 4.17%   |
| 營業利益           | N.A     | N.A     | N.A     | N.A     | N.A     | N.A     | N.A    | N.A     | N.A     | N.A    | N.A      | N.A     |
| 稅前純益           | N.A     | N.A     | N.A     | N.A     | N.A     | N.A     | N.A    | N.A     | N.A     | N.A    | 1750.01% | 70.55%  |
| 稅後純益           | N.A     | N.A     | N.A     | N.A     | N.A     | N.A     | N.A    | N.A     | N.A     | N.A    | 1472.51% | 44.97%  |

註1：稅後EPS以股本309.83億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。



## 【投資評等說明】

| 評等                | 定義                              |
|-------------------|---------------------------------|
| 強力買進(Strong Buy)  | 首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$          |
| 買進(Buy)           | $15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$ |
| 區間操作(Trading Buy) | $5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$  |
|                   | 無法由基本面給予投資評等                    |
| 中立(Neutral)       | 預期近期股價將處於盤整                     |
|                   | 建議降低持股                          |

## 【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

### 停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

## 【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。